

2026 年 9 月 14 日 全 7 頁

日米協調介入は円安の是正にどこまで効果を発揮したのか？

更なる介入の合理性は低下。レジーム転換の有無が今後の焦点に

経済調査部 エコノミスト 秋元 虹輝

[要約]

- 2026 年 7 月末、日米当局は円買い方向の協調介入に踏み切った。円買い方向の日米協調介入としては 1998 年以來 28 年ぶりであり、市場へのインパクトは大きかった。一方、介入の効果を単純に評価することは難しく、米金利低下やセンチメント変化など、同時に生じ得る他の要因との切り分けが必要である。
- そこでマクロ金融変数や海外市場の動向から説明される「反実仮想レート」を推計し、実勢レートと比較すると、2022 年以降の多くの介入局面で円安方向に発生した乖離は、介入直後に縮小した。だが、時間の経過とともに両者の乖離が再び拡大し、介入前の円安水準に戻る局面も多く、持続的な効果を発揮した事例は限られた。2026 年 7 月末の日米協調介入は、市場の方向転換につながる材料が乏しい中で、「時間を買う」政策として一定の意義があったといえる。
- 足元のドル円相場は反実仮想レートから円高方向に明確に乖離しており、通貨当局が更なる円買い介入を実施する合理性は低いとみられる。今後の焦点は、直近の円高への動きは市場参加者の期待形成をめぐるレジーム転換なのか、一時的な乖離なのかという点だろう。

28 年ぶりの円買い日米協調介入を「反実仮想レート」をもとに検証

2026 年 7 月末、日米当局は円買い方向の協調介入を実施した。円買い方向の日米協調介入としてはアジア通貨危機下の 1998 年以來 28 年ぶり、協調介入全体でも東日本大震災後の 2011 年以來 15 年ぶりで、市場に大きなインパクトを与えた。しかし、介入後まもなくドル円相場は円安方向に転じたことから、市場ではその効果を疑問視する声も聞かれた。

為替介入の効果を評価することは容易ではない。円買い介入後に為替レートが円高方向に進んでも、それが介入による効果なのか、それとも米金利の低下や市場センチメントの変化など

他の要因によるものなのかを単純には判別できないからだ。特に 2022 年以降の円買い介入の事例を見ると、介入後に円高へ反転したケースがある一方、しばらくすると円安基調に回帰した事例も見られた。

そこで以下では、マクロ金融変数や海外市場の動向から説明される「反実仮想レート」（為替介入や、それを誘発し得る投機的取引などの要因がなかった場合の為替レート）と、実勢レートの乖離に注目し、円買いドル売り介入が乖離をどの程度是正したのかを整理する。

近年の介入実績を整理したものが**図表 1** である。5 営業日以内の近接した介入を一連の介入局面として整理する¹と、2022 年以降の円買い介入は、①2022 年 9 月、②2022 年 10 月、③2024 年 4～5 月、④2024 年 7 月、⑤2026 年 4～5 月、⑥2026 年 7 月の日米協調介入の局面に整理できる。いずれも、ドル円相場が歴史的な円安水準に達し、比較的速いペースで円安が進む中で実施された。

図表 1：近年の円買いドル売り介入実績

	2022年		2024年		2026年	
	9/22	10/21～24	4/29～5/1	7/11～12	4/30～5/6	7/30～31
介入規模	2.8兆円	6.3兆円	9.8兆円	5.5兆円	11.7兆円	15.4兆円
公表/覆面	公表	覆面	覆面	覆面	覆面	覆面・公表
単独/協調	単独	単独	単独	単独	単独	単独・協調

(注) 5 営業日以内の近接した介入は一連の介入局面として整理した。「外国為替平衡操作の実施状況」（財務省）の公表前に財務省が介入実施を認めたものを「公表」と表記し、それ以外を「覆面」と表記した。2026 年 7 月以降の為替介入については、本稿執筆時点で日次実績が財務省から 7 月 31 日分を除き公表されていないため、介入実施日は各種報道に基づく。2026 年 7 月 30～31 日の介入規模は 7 月 30 日～8 月 26 日の月次実績として財務省が公表する額（日本当局の介入額）。2026 年 7 月 30～31 日の介入局面では、7 月 30 日の介入は単独の覆面介入であり、7 月 31 日は日米協調介入（公表）で、米国側は円買いユーロ売り介入を実施したと報じられている。

(出所) 財務省、各種報道より大和総研作成

他方、介入の目的は必ずしもドル円相場を特定の水準に誘導することではない。政府はかねて、G7 のコミットメント²等に基づく「過度な変動」や「無秩序な動き」への対応と説明してきた。「過度な変動」や「無秩序な動き」の定義は公表されていないが³、介入の効果検証に際しては、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）や市場環境から説明される為替相場との乖離をどの程度是正したかという観点から評価する必要がある。

¹ IMF（2024）は、過去半年間の介入が最大 3 回までであり、各回の継続期間が「3 営業日以内」であることなどを自由変動相場制（free floating）への分類要件としている。もっとも、これは単なる分類基準にすぎず、実態として日本では近接した一連の介入が 3 営業日を超えて実施された例もある。そこで本稿では便宜上、5 営業日以内の近接した介入を一連の介入局面として整理した。

² “COMMUNIQUÉ, G7 Finance Ministers and Central Banks’ Governors Meeting, Bari, Italy, May 12-13, 2017”（2017 年 5 月 13 日）等。

³ 2023 年 10 月に神田真人財務官（当時）はどういう変動が「過度な変動」に当たるかを記者に問われ、「いろいろな要素を総合的に勘案して判断している」と述べている。詳細は「[為替介入『コメント差し控える』と財務官、年初来の円安に警戒感](#)」（2023 年 10 月 4 日、ロイター通信）を参照。

介入は内外金利差などを反映した水準からの乖離が大きい局面で実施される傾向

そこで Xu (2017)などの先行研究に基づき、一般化合成コントロール法⁴を用いてドル円相場の反実仮想レートを推定する。具体的には、介入前々月以前のデータを用い、ドル円レートと、対米3カ月物金利差およびVIX指数との関係を推計する。さらに、これらのマクロ金融変数だけでは説明できない主要通貨間の共通変動を、比較対象8通貨⁵の対ドルレートから抽出した潜在因子⁶によって捉える。

こうして得られた反実仮想レートは、介入前後期間のマクロ金融変数や、先進国通貨に共通して観察される為替変動から想定されるドル円レートがどのように推移したと推定されるかを示す。介入前後の実勢レートと反実仮想レートを比較することで、為替市場の「過度な変動」や「無秩序な動き」、およびそれに対する為替介入の効果を検証することができる。

ドル円相場の実勢レートと反実仮想レートの推移を示したものが図表2だ。2022年以降の介入の多くは、実勢レートが反実仮想レート水準から大幅に乖離した局面や、実勢レートが反実仮想レートを上回る速度で円安が進んだ局面で実施されてきた。前者は「無秩序な動き」、後者は「過度な変動」に概ね該当すると解釈できる。介入後には、「実弾介入」に伴う需給変化に加え、通貨当局の姿勢を市場参加者に伝えるシグナリング効果を通じて、実勢レートが反実仮想レートに収斂していく動きが多く、局面で確認された。こうした動きは、当局がファンダメンタルズ⁷から離れた一方向かつ急速な変動を問題視し、これを是正することを目的に為替介入を実施したことと整合的である。

ただし例外もある。2022年9月の介入は、内外の金融政策の方向性の違いから内外金利差が拡大した中で、ファンダメンタルズや市場環境に概ね沿う形で円安が進行した局面で実施された。反実仮想レートと大幅に乖離したドル円レートの「無秩序な動き」や反実仮想レートを大きく上回る速度での「過度な変動」は観測できない。それでも、当時としては歴史的な円安局面であったことから更なる円安進行へのけん制をする狙いがあった可能性がある。

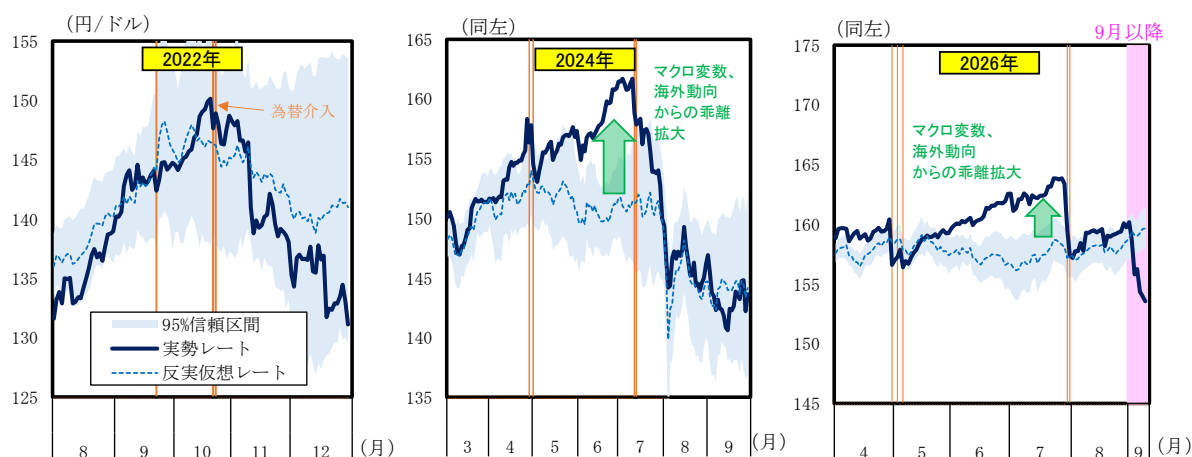
⁴ 一般化合成コントロール法を用いて為替レートの各種決定要因をモデルに取り込む方法は Xu (2017)により提案された。同手法を用いて日本の為替介入の分析を行った先行研究には Fatum, Yamamoto and Chen (2025)がある。本稿ではこれらの先行研究の手法を参考に行っている。

⁵ 日本円と類似性の高い通貨から潜在因子を抽出するため、推計に用いる比較対象通貨は日本、米国を除くG10通貨（豪ドル、カナダドル、スイスフラン、ユーロ、英ポンド、ノルウェークローネ、ニュージーランドドルおよびスウェーデンクローナ、いずれも対ドルレート）とした。

⁶ 潜在因子は Xu (2017)および Fatum, Yamamoto and Chen (2025)に倣い、標準化された為替レートの対数値から観測可能変数の影響を除去した残差行列に主成分分析を適用して抽出した。ファクター数は Aloosh and Bekaert (2022)を参考に3としている。

⁷ 為替相場に影響を与えるファンダメンタルズの例として、内外金利差やリスクセンチメント以外にも、2国間の購買力（物価水準）や経常収支、財政状況、経済成長率見通しの違いなどが挙げられる。ただし、これらの要因は短期の変動要因としての説明力は乏しい。例えば Rogoff (1996)では、購買力平価仮説について、理論値からの乖離が半減するのに、3～5年を要するとしている。

図表 2：近年の介入局面におけるドル円の「反実仮想レート」と実勢レートの推移



(注) 各年の初回為替介入月の前月から最後の介入の翌々月末（2026 年は 9 月 9 日まで）までのドル円相場について、実勢レートと、為替介入がなかった場合の反実仮想レートの推移をそれぞれ示したもの。反実仮想レートは、G10 通貨のうち米国ドルおよび日本円を除く主要 8 通貨（対米国ドルレート、日次）を対照群とし、各国・地域の対米 3 カ月物金利差（ユーロ圏は ESTR、スイスは SARON、英国は SONIA、ノルウェーは NIBOR、その他の国は OIS 金利を使用）、VIX 指数、および対ドル為替相場に共通する潜在因子を用いた一般化合成コントロール法により推計した。推計手法は Xu (2017) および Fatum, Yamamoto and Chen (2025) を参考にし、訓練期間は初回介入月の前々月までの 4 カ月間とした。反実仮想レートの信頼区間および係数の有意性の検定はブートストラップ法による。2026 年 7 月以降の為替介入については、本稿執筆時点で日次実績が財務省から 7 月 31 日分を除き公表されていないため、介入実施日は各種報道に基づく。

(出所) Bloomberg、財務省、各種報道より大和総研作成

また、ドル円相場は 2026 年 9 月に入り、円高方向に急速に動いた。スコット・ベッセント米財務長官が日本の（金融緩和や積極財政などの）リフレ政策をやめるべきと発言したとの報道や⁸、植田和男日銀総裁が 9 月 1 日の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議後の記者会見⁹で 9 月会合での利上げを否定しなかったことなどが材料視されたとみられる。この間に為替介入を実施したという観測は本稿執筆時点で確認できないが、直近のドル円相場は反実仮想レートから円高方向に大幅に乖離している。これまでのマクロ金融変数等との関係では説明しにくい動きだ。

介入後も円安方向への乖離が再拡大するケースが多い

介入直後の円高が確認されたとしても、通常は円安基調そのものを修正することはできず、介入前の水準に早期に戻るケースも多い。そこで次に、実勢レートと反実仮想レートの乖離（＝実勢レート－反実仮想レート）について、介入時点での水準変化と介入後のトレンド変化に分けて検証する。

図表 3 では、為替介入が実勢レートと反実仮想レートの乖離に与える影響を、各局面の介入開始日、および急激な相場の変動が見られた 2026 年 9 月 1 日を境に水準と傾きの双方が変化し得る区分線形回帰を用いて推定した。水準変化は介入直後の即時的効果、傾きの変化は介入後

⁸ 「ベッセント財務長官、目立つリフレ政策への言及 円安阻止を支持」（2026 年 9 月 5 日、日本経済新聞電子版）

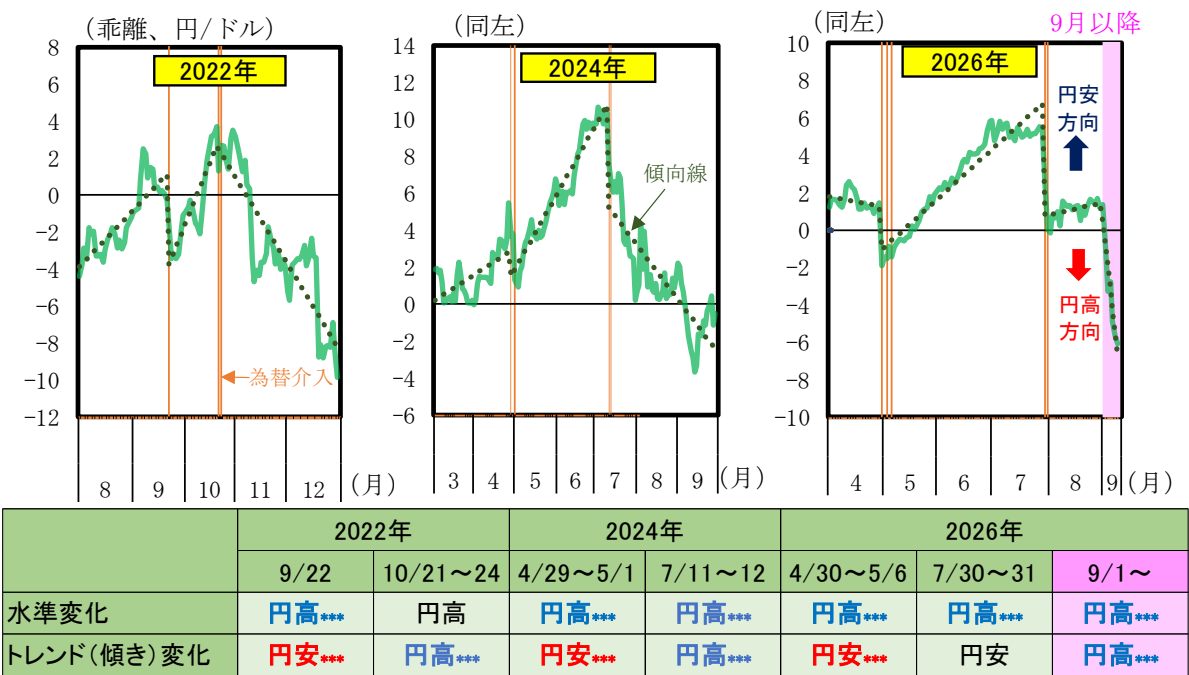
⁹ 日本銀行「植田総裁記者会見(9 月 1 日) — G20 終了後の片山財務大臣兼内閣府特命担当大臣、植田総裁 共同記者会見における総裁発言」（2026 年 9 月 4 日）

に乖離の拡大・縮小ペースが変わったかを表す。

2022 年 10 月の介入を除く全ての介入局面で、反実仮想レート対比の円高方向への水準変化は統計的に有意だった。特に 2022 年 9 月、2024 年 7 月および直近の 2026 年 7 月は、円買い介入後に基調的な水準が 5 円近く低下した。もっとも、介入の規模は年々大きくなっており、直近の 2026 年 7 月は日米協調介入もあったことに鑑みれば、金額当たりの即時的な効果は徐々に弱まっている可能性が示唆される（前掲図表 1）。

次に介入後の動きを見ると、一時的に円安方向への乖離を是正しても、その後の乖離拡大を必ずしも止められてはいない。2022 年 9 月や 2024 年 4～5 月、2026 年 4～5 月の介入後には、ドル円レートは一時的に円高となったが、その後速やかに反発して円安方向への乖離が再拡大した。

図表 3：近年の介入等局面におけるドル円の「実勢レートー反実仮想レート乖離幅」の推移



(注) 上図は各年の初回為替介入月の前月から最後の介入の翌々月末（2026 年は 9 月 9 日まで）のドル円レートについて、実勢レートと図表 2 で推計した反実仮想レートの乖離（実勢レートー反実仮想レート）、および乖離の傾向線を推計したもの。乖離の傾向線は、各介入局面（5 営業日以内の近接した介入）開始日および 2026 年 9 月 1 日を境に水準およびトレンド（傾き）が変化し得る区分線形回帰により推定した。水準およびトレンドの変化に関する検定（帰無仮説：水準の変化が 0、トレンド（傾き）の変化が 0）には Newey-West 型 HAC 標準誤差を用いた。下図の「***」は 1% 水準で有意を表す。5%、10% 水準で有意の係数はなかった。2026 年 7 月以降の為替介入については、本稿執筆時点で日次実績が財務省から 7 月 31 日分を除き公表されていないため、介入実施日は各種報道に基づく。

(出所) Bloomberg、財務省、各種報道より大和総研作成

これに対し、2022 年 10 月、2024 年 7 月の介入局面では、介入後にトレンドが変化し、円安方向の乖離が縮小していく動きが確認された。これらの局面では、日米両国内で円高ドル安方

向に進みやすい材料が報じられた時期と前後して覆面介入が実施されたこともあり¹⁰、介入によるシグナリング効果が強力に作用した可能性がある。

また、直近の2026年7月の日米協調介入では、介入直後には前述の通り円安方向への乖離が再拡大したものの、9月に入り急速に円高方向に転じた。7月の日米協調介入を経て通貨当局の円安けん制姿勢が意識される中、前述の日米財政・金融当局による発信も加わり、結果的に市場参加者の期待形成に変化が生じた可能性がある。

これらの事例から、ドル円相場がマクロ金融変数や海外市場の動向が示唆する方向から著しく乖離する局面において、為替介入は円安方向への乖離を縮小させる契機となり得ることが確認できた。他方、介入後のトレンドは、その後の市場環境やファンダメンタルズの変化に左右される。円安につながる要因が残存する局面では、介入後に円安方向の乖離が再拡大しやすい。為替介入は「過度な変動」を抑制するための重要な政策手段ではあるが、それ自体が円の中長期的な価値を左右する政策ではないためだ。

日米協調介入は急速な円安進行の抑制には一定の効果も、足元では介入実施の合理性は低下

それでは、2026年7月の日米協調介入をどのように評価すべきだろうか。前述の通り、8月末までの推移を見れば、介入は円安方向への動きを食い止めることはできなかったといえる。しかし、それをもって介入の効果を判断することは適切ではない。為替介入を、市場の「無秩序な動き」を抑え、円安圧力が後退するまでの「時間を買う」手段と位置付ければ、今回の介入に一定の意義があったとみられる。仮に介入が実施されていなかった場合、9月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議や日銀の金融政策決定会合まで市場の方向転換につながり得る材料が見えにくく、円安が一段と進展した可能性もあった。

9月に入り、直近のドル円相場は反実仮想レートから明確に乖離し、ここ最近のマクロ金融変数等との関係からは説明できないほどの円高水準となっている。そのため、足元では通貨当局が更なる為替介入を実施する合理性は低い。今後の焦点は、直近の円高への動きは市場参加者の期待形成をめぐるレジーム転換なのか、一時的な乖離なのかという点だろう。今後の日米の金融政策・財政政策の動向から目が離せない。

¹⁰ 2022年10月21日の介入は、FRBの利上げペースが縮小する見込みという観測報道に合わせて覆面介入が実施されている。また、2024年7月11日の介入は市場予想を下回った6月の米国消費者物価指数（CPI）の発表後に覆面介入が実施されている。さらに、介入後は7月下旬にかけて7月30～31日開催の金融政策決定会合での追加利上げ観測が高まり、実際に決定会合では利上げが決定された。

【参考文献】

Aloosh, A. and Bekaert, G. (2022), "Currency Factors," *Management Science*, Vol. 68, No. 6, pp. 4042-4064.

Fatum, R., Yamamoto, Y. and Chen, B. (2025), "The trend effect of foreign exchange intervention," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 156, Article 103355.

IMF (2024), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023, Washington, DC: International Monetary Fund.

Rogoff, K. (1996), "The Purchasing Power Parity Puzzle," *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, pp. 647-668.

Xu, Y. (2017), "Generalized Synthetic Control Method: Causal Inference with Interactive Fixed Effects Models," *Political Analysis*, Vol. 25, No. 1, pp. 57-76.
